

На основу података из Табеле 2, Табеле 3, Табеле 4, Табеле 5, Табеле 6, Табеле 7 и Табела 8, може се видети:

- да највреднију имовину Друштва представљају некретнине, постројења и опрема, са укупним учешћем у вредности имовине Друштва од 98,48%,
- да је од 2015. године Друштво почело да примењује алтернативни приступ вредновања некретнина допуштем Законом о рачуноводству, односно Међународним рачуноводственим стандардом, коришћењем процењене тржишне вредности на дан извештавања што је имало за последицу повећање набавне вредности некретнина за нето ефекте процене извршене од стране проценитеља СГС д.о.о. Београд, на дан 22.05.2014. године. Последично, рачуноводствено повећање вредности некретнина захтевало је и признавање позиције ревалоризационих резерви што је и учињено у билансима за 2015. годину за 3.683.916,04 ЕУР након покрића губитка од 701.474,03 ЕУР из 2014. године,
- вештаку нису достављане евентуалне накнадне процене вредности грађевинских објеката (угоститељства) које вероватно нису ни рађене јер по том основу није било вршено признавање (кориговање) ревалоризационих резерви односно капитала Друштва. Указује се да је Међународним рачуноводственим стандардом 16-Некретнине, постројења и опрема, допуштена могућност да процене вредности за потребе признавања ревалоризационих резерви (и кориговања вредности капитала) буду вршene на сваке 3 и/или 5 година,
- у 2016. години долази до гашења ревалоризационих резерви и њиховог прекњижења на позицију капитала Нераспоређени добитак ранијих година чиме је ова позиција са вредности од 163.218,90 ЕУР повећана на 3.809.188,29 ЕУР,
- током 2017. године врши се признавање ефеката процене вредности земљишта чиме се у аналитичке евиденције Друштва уводи нова билансна позиција а вредност имовине се додатно увећава за износ од 640.290,04 ЕУР, позиција ревалоризационих резерви се поново увећава на износ од 640.290,04 ЕУР и последично се увећава билансна позиција капитала за исти износ,
- у периоду 01.01.2014-30.09.2018 године, периодични добитак се кретао од 10.718,66 ЕУР до 35.117,93 ЕУР годишње односно периодично односно кумулативно 87.240,71 ЕУР,
- да су осим позиције Објекта за угоститељство све остаје позиције сталне имовине које су предмет отписа (Земљиште се не амортизује) готово у потпуности отписане,
- свакодневни промет. има за последицу занављање залиха, потраживања као и задужења по текућим основама па су самим тим наведене билансне позиције исказане у вредностима које се оправдано могу сматрати адекватним апроксимацијама тржишних вредности.

На основу наведеног, могло би се наметнути питање целисходности даљег пословања Друштва у оквирима регистроване делатности јер рацио вредности остварене зараде (дбитка из редовног пословања пре опорезивања) и вредности капитала у 2017. години износи 0,43% а у 2018. години (за 9 месеци) износи 0,68%. Стављањем у однос остварене зараде Друштва са садашњом књиговодственом вредношћу целокупне пословне имовине у 2017. години односно девет месеци 2018. године добијају се проценти од 0,31% и 0,48% респективно.

Такође, поставља се и питање евентуалне контрадикторности признавања процењене вредности земљишта као одвојене позиције имовине Друштва (јер је њено активирање

односно лукративна употреба у потпуности детерминисана формом постојања објекта угоститељства) уз истовремено усвајање рачуноводственог концепта одрживости пословања (going concern) и вредновања свих билансних позиција у складу са тим.

Због наведених чињеница вештак економске струке се обратио јавном извршитељу Десанки Ромић дана 15.11.2018. године са молбом да изврши ангажовање проценитеља некретнина који би извршио процену вредности највредније имовине Друштва а то је објекат хотела за потребе финансијског извештавања што би извесно морао да уради и сам потенцијални купац 100% удела у капиталу Друштва а све у циљу поступања са одредбама Закона о рачуноводству (временски размак између процена вредности имовине не сме бити виши од 3 године).

У Процени тржишне вредности непокретности Хотел „Шумадија“ у улици Шумадијски трг број 8, као јединствене целине коју чине зграда угоститељства Хотел Шумадија бр.зг.1, са помоћном зградом-роштиљ кућица бр.зг. 2, урађеној од стране проценитеља Рајка Антонића, судског вештака за процену тржишне вредности непокретности из Београда, на страни 26 констатује се следеће:

- тржишна вредност предметне непокретности – Хотел ШУМАДИЈА, у ул.Шумадијски трг бр.8, Београд, као јединствене целине коју чине: зграда угоститељства-Хотел Шумадија, бр.зг.1, укњижене површине у основи 1.091м<sup>2</sup>, укњижене спратности По+Пр+4, у ул. Шумадијски трг бр.8, Београд, саграђена на кат.парцели бр. 13871/1 КО Чукарица, уписана у лист непокретности бр. 763 КО Чукарица, и помоћна зграда-роштиљ кућица, бр.зг. 2 укњижене површине у основи 14м<sup>2</sup>, укњижене спратности Пр, у ул.Шумадијски трг, Београд, саграђена на кат.парцели бр. 13871/1 КО Чукарица, уписана у лист непокретности бр. 763 КО Чукарица, (са свом опремом у функцији основне делатности хотела) применом Приносног метода, на дан процене износи 2.750.000 ЕУР-а, а што по званичном средњем курсу НБС на дан 03.12.2018.године (1ЕУР=118,2313РСД) износи 325.136.075,00РСД“.

Утврђена вредност објекта хотела, помоћног објекта и опреме од 2.750.000,00ЕУР представља објективну апроксимацију фер вредности коју би могао да утврди и потенцијални инвеститор у 100% удела у капиталу Друштва након што би констатовао нужност поступања у складу са Законом о рачуноводству (МРС 16-Некретнине, постројења и опрема) обзиром да је тренутна некоригована садашња књиговодствена вредност на дан 30.09.2018.године прокњижена на основу процене од 22.05.2014.године.

Рачуноводствено усаглашавање смањења вредности некретнина, постројења и опреме између два датума процене односно два датума финансијског извештавања, према МРС 36-Умањење вредности имовине, подразумева смањивање раније признатих ревалоризационих резерви по сваком од позиција имовине код којих је дошло до умањења и то до њиховог потпуног исцрпљивања а ако оне нису довољне за изједначавање смањења, остатак умањења би се морао признати као расход посматраног извештајног периода. У конкретном случају, раније признате ревалоризационе резерве су укључене у позицију основног капитала па би смањење вредности имовине морало да се изврши кроз умањење вредности основног капитала.

Питање које би у том случају могао да постави потенцијални купац 100% удела у капиталу Друштва јесте питање истинитости званичних некоригованих финансијских

извештаја и података у њима а посебно оправданости коришћења таквих података посебно у ситуацији када је било могуће извршити проверу објективности садашњих некоригованих књиговодствених вредности.

Због свега напред наведеног, а пре свега због отклањања ризика довођења потенцијалних купаца 100% удела у капиталу Друштва, вештак економске струке је користио податке о вредностима највредније имовине Друштва које су ближе датуму вештачења односно датуму процене 100% вредности удела у капиталу Друштва.

Сходно наведеном, прерачуната тржишна (коригована књиговодствена) вредност у РСД објекта хотела, помоћног објекта и опреме од 2.750.000,00ЕУР на дан 30.09.2018.године износи 325.649.225,00РСД по средњем курсу НБС на дан 30.09.2018.године од 118,4179РСД за 1ЕУР.

Садашња књиговодствена вредност остале имовине Друштва (учешћа у капиталу и обртна имовина) на дан 30.09.2018.године износи 114.213,26ЕУР.

Садашња некоригована књиговодствена вредност обавеза Друштва на дан 30.09.2018.године износи 2.032.489,49ЕУР.

На основу свега наведеног, процењена вредност капитала Друштва методом Нето имовине је на нивоу од 831.723,76ЕУР (2.750.000,00ЕУР + 114.213,26ЕУР - 2.023.489,49ЕУР) односно 98.490.981,29РСД прерачунато по средњем курсу НБС за ЕУР на дан 30.09.2018.године од 118,4179РСД.

НАПОМЕНА 1: Учешће процењене вредности капитала Друштва утврђене методом Нето имовине у укупној процењеној вредности 100% удела у капиталу Друштва под претпоставком остварења ситуације неограниченог пословања је на нивоу од 50,00%.

НАПОМЕНА 2: У Процени тржишне вредности непокретности Хотел „Шумадија“ у улици Шумадијски трг број 8, као јединствене целине коју чине зграда угоститељства Хотел Шумадија бр.зг.1, са помоћном зградом-роштиљ кућица бр.зг. 2, урађеној од стране проценитеља Рајка Антонића, судског вештака за процену тржишне вредности непокретности из Београда, на страни 25 извршен је обрачун вредности под претпоставком алтернативне употребе предметне непокретности док је на страни 26 утврђено да је вредност објекта „при алтернативној употреби: 1.700.000 ЕУР“. Указује се да је питање могућности алтернативне употребе имовине Друштва у значајној мери скопчано са спремношћу поверилаца да допусте таква поступања одговорних лица Друштва а да претходно не покрену стечајни поступак. Због свега наведеног, вештак није вршио анализу ефеката алтернативне употребе имовине Друштва због мале вероватноће остварења такве алтернативе.

## **6. ПРОЦЕНА ТРЖИШНЕ ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА – ПРИНОСНИ МЕТОД односно МЕТОД ДИСКОНТОВАНИХ НОВЧАНИХ ТОКОВА**

Примарна претпоставка овог приступа процене јесте да ће Друштво, као ентитет, пословати у неограниченом року пословања (going-concern) што је била и претпоставка одговорних лица Друштва при изради и објављивању редовних годишњих финансијских извештаја. Ова претпоставка подразумева да:

- ће руководство Друштва примењивати оне финансијске и пословне стратегије које ће повећавати вредност пословног субјекта, и
- не постоји потпуна неизвесност у вези будућих догађаја (као што је континуирано пословање са губитком и финансијским потешкоћама).

Неостварење наведених претпоставки могу довести у питање примарну претпоставку о наставку активности Друштва о неограниченом будућем пословању. По питању пројекција, указује се да је уобичајено да постоје разлике између пројектованих и остварених величина, будући да се догађаји и околности не одвијају увек онако како је предвиђено и поред настојања менаџмента да исконтROLише и такве околности.

Методолошки посматрано, приносни приступ се заснива на премиси да је вредност Друштва једнака садашњој вредности његових будућих резултата. Претпоставка је да се инвестирање у привредна друштава врши због приноса односно будућих резултата које ће остваривати та привредна друштва. Процена приносним приступом се примењује кроз два корака:

- капитализовање остварених резултата и
- дисконтиовање будућих резултата (свођење капитализованих резултата на садашњу вредност).

Свођење неке будуће вредности резултата пословања привредни друштава на садашњу вредност подразумева усвајање концепта временске вредности новца. Метод дисконтиовања новчаних токова (ДНТ) је најчеће примењивани метод у оквиру приносног приступа и коришћен приликом процене вредности капитала Друштва. Овај метод уважава следеће:

- користи које власници очекују у будућности по основу извршених инвестиција,
- време прилива користи и
- ризик који ти власници сносе.

Обрачун користи, концептуално се може вршити на основу пројектованих прихода и расхода (пословних, финансијских и осталих) у временском периоду од, уобичајено, 5 година јер се полази од претпоставке да у том временском периоду долази до стабилизације пословања у које се инвестира. На основу ових података врши се пројектовање пословних новчаних токова. Следећи корак обично је пројектовање токова из активности финансирања (промене у изворима финансирања).

Новчани ток може бити дефинисан као новчани ток пре финансирања (новчани ток расположив како кредиторима тако и власницима) или после финансирања (новчани ток који је на располагању власницима односно акционарима). У складу са овим приступом, на основу пројекција једне од ових двеју врсте новчаних токова врши се

утврђивање нето новчаног тока односно користи коју власници могу да очекују од своје инвестиције, дисконостањем новчаних токова на садашњу вредност.

За потребе овог налаза, вештачак се определио за коришћење новчаног тока пре финансирања чиме је у потпуности отклоњен евентуални ефекат ризика камата на висину нето новчаних токова.

Избор дисконтне стопе, којом се пројектовани нето новчани ток своди на садашњу вредност, одређен је изабраном дефиницијом новчаног тока. Обрачун висине дисконтне стопе дат је у форми Табеле 9 и за потребе овог вештачења она је узета као примерена апроксимација просечне пондерисане цене капитала. Наиме, цена сопственог капитала се користи у случају новчаног тока сопственог капитала (након сервисирања обавеза), а просечна пондерисана цена капитала се користи код новчаног тока инвестиреног капитала (пре сервисирања обавеза).

### Претпоставке пројекција

Финансијске пројекције пословања извршене су за период од 30. септембра 2018. до 01. октобра 2023. године, односно за пет пословних година. Пројекције су рађене на годишњем нивоу и све пројектоване вредности су дате у ЕУР. Нето новчани токови су пројектовани на реалном нивоу чиме је ефекат инфлације искључен.

Пројекције пословања за наредни петогодишњи период засноване су на званичним бруто билансима за претходни петогодишњи период и закључено са 30.09.2018. године,

За пројекцију је одабран нето новчани ток укупно инвестиреног капитала у Друштво. У складу са тим, план прилива и одлива по основу отплате финансијских обавеза и припадајућих финансијских расхода није детаљно пројектован. У циљу утврђивања вредности сопственог капитала, износ свих обавеза па тиме и каматоносних обавеза на дан процене одузет је од процењене вредности инвестиреног капитала и на тај начин је обрачуната вредност капитала за власнике.

У складу са одабраном методологијом, дисконтна стопа представља пондерисану просечну цену капитала и утврђена је у висини од 14,8869 %.

С обзиром да су пројекције будућег пословања засноване на премиси неограниченог пословања (гоинг цонцерн), комплетирање укупне процењене ДНТ вредности захтевало је извршење пројекција пословања и у тзв. резидуалном периоду. Резидуални период је период који започиње са првим даном шесте године пројекције и обрачунски траје неограничено. Стопа раста у резидуалу утврђена је у висини од 2,00%, што је у складу са општим методолошким претпоставкама.

Пројектовање новчаних токова подразумева пројектовање:

- прихода и расхода,
- имовине и обавеза.

Приликом пројектовања прихода и расхода вештачак је извршио пројектовање пословних прихода и пословних расхода док пројектовање финансијских прихода, финансијских расхода, осталих прихода и осталих расхода није вршено следећих разлога:

- у укупним обавезама Друштва на дан 30.09.2018. године (врло су блиске вредности и из 2017. године) од 2.032.489,49 ЕУР износ краткорочних кредита (према правном следбенику Марфин Банке а.д. Београд) износи 1.936.369,32 ЕУР што је 95,27% салда обавеза на дан 30.09.2018. године (93,02% на дан 31.12.2017. године). Одабрани приступ процене вредности 100% удела у капиталу Друштва ДНТ методом подразумева одузимање нето вредности обавеза на дан процене-вештачења па би се пројектовање финансијских расхода и њихово коришћење као умањујуће ставке нето новчаних токова могло разумети и као двоструку умањивање процењене ДНТ вредности капитала Друштва,
- позиције финансијских прихода, осталих прихода и осталих расхода у ранијем периоду (2013-2018) су сумарно били на просечном нивоу учешћа од 0,61% вредности пословне активе чиме је њихов ефекат на занемарљивом нивоу.

Претпоставка коју је вештак усвојио а која се заснива на чињеници да је доминантна позиција пословне активе Друштва ефектуирана у форми сталне имовине (објекта угоститељства и земљишта), као и чињенице да се природа пословања Друштва карактерише високим степеном ликвидности, јесте да у периоду пројекције неће бити материјално значајних промена у позицијама нето обртне имовине те сходно томе нису вршене пројекције обртне имовине и обавеза из пословања.

Такође, имајући у виду сврху коришћења налаза вештака као и постављени задатак, претпоставка је и да у периоду пројекције неће бити вршена значајна материјална улагања у пословну имовину Друштва. Самим тим пројектовани нето новчани токови из пословних активности нису умањивани за износе евентуалних улагања у периоду пројекције односно укупна процењена вредности Друштва као пословног система утврђена ДНТ методом није додатно умањујана за износ евентуалних хипотетичких улагања у моменту процене односно вештачења.

У наставку су дати пројектовани биласи успеха Друштва у форми Табеле 10 и пројектовани извештаји о новчаним токовима Друштва у форми Табеле 11. Одабрани приступ процене за потребе изrade овог Налаза имао је за последицу повећање транспарентности и разумљивости обрачуна а да притом није извршено умањење објективности и одрживости утврђених резултата процене вредности 100% удела у капиталу Друштва.

У форми Табеле 9 дате су пројекције очекиваног раста пословних прихода Друштва у периоду пројекције од 5 година.Период пројекције подразумева да прва година започиње 01.10.2018. године и завршава се 30.09.2019. године. Друга година пројекције започиње 01.10.2019. године и завршава се 30.09.2020. године. Исти принцип се наставља до краја пете године пројекције. Све пројекције су дате у ЕУР у циљу отклањања ефеката инфлације.

Табела 9: Пројектоване вредности раста пословних прихода Друштва у периоду пројекције у односу на претходну годину

ОПИС	Пројектовани раст у односу на 2018-19	Пројектовани раст у односу на 2019-20	Пројектовани раст у односу на 2020-21	Пројектовани раст у односу на 2021-22	Пројектовани раст у односу на 2022-23
Проценени раст прихода у односу на претходну годину у периоду пројекције	66,67%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Са друге стране, за потребе процене вредности 100% удела у капиталу Друштва применом ДНТ методе, вештак је приликом анализе квалитета рачуноводствених евиденција Друштва (магацинских књига, степена и нивоа детаљности евиденција, итд.) утврдио постојање објективних потенцијала за подизање профитабилности а последично и ликвидности Друштва до нивоа који у извесној мери умањује ризик довођења концепта одрживости пословања при процени билансних позиција у питање. Претпоставка од које је вештак пошао јесте да постоје реалне основе за повећање ефикасности коришћења фиксних капацитета који се састоје од:

- 97 соба од чега је 70 соба са француским лежајем и 27 соба са два одвојена кревета,
- 6 апартмана,
- Рестораном до 150 места,
- Рестораном-баштом до 100 места,
- 3 конференцијске сале,
- Спа и теретана.

Максимална теоретска запосленост капацитета износи 37.595 издавања 103 јединице (97 соба + 6 апартмана) 365 дана годишње. Приликом пројектовања пошло се од претпоставке да су сви остали капацитети (ресторани, лоби, бар, сале, спа, теретана) у функцији издавања соба те из тог разлога није вршено посебно пројектовање прихода по наведеним сегментима пословања. Са друге стране, узимајући просечну цену издавања коју Друштво оглашава преко адекватних интернет апликација (тзв.боокинг) од 60ЕУР/по дану, добија се да је максималан теоретски пословни приход из сегмента издавања соба на нивоу од 2.255.700,00ЕУР. Множењем наведеног износа са процентом од око 52,00% (што је искривљено у бранши утврђен степен запослености капацитета који обезбеђује минималну тачку рентабилитета у хотелијерству), добија се износ од 1.178.617ЕУР. Посебно се наглашава да је Друштво у 2013.години остварило пословни приход од 1.113.709,75ЕУР. Пројектовање пословних прихода у првој години пројекције са нивоа од 707.170,54ЕУР из 2017.године на ниво који обезбеђује преломну тачку рентабилитета захтевало је коришћење стопе раста од 66,67%. за преостале године пројекције пошло се од претпоставке да ће пословни приходи расти на просечном годишњем нивоу од 2,00%.

Другим речима, одabrани приступ пројектовања пословних прихода заснован на коришћењу историјских стварно остварених резултата (чиме је упитност њиховог евентуално понављања сведена на минимум) адекватна је апроксимација образложене пословне логике. Посебно се напомиње да недовољно ефисано коришћење свих постојећих капацитета система интерних контрола (што је ефектуирано у смањеном обиму запослености капацитета сегмента соба или и сегмента ресторана односно хране и пића) извесно је имало за последицу обарање профитабилности пословања. Ефекат смањене профитабилности у претходном периоду, на основу доступних рачуноводствених података, би се могла проценити за период од 4 године на нивоу од 1.100.000ЕУР.

Пројектовано учешће трошкова производних услуга у пројектованим пословним приходима износи 3,20% док исти показатељ за учешће материјалних трошкова у пројектованим пословним приходима износи 26,58%. Оба параметра су утврђена на основу остварених вредности наведених категорија трошкова и пословних прихода у 2017.години.

Трошкови зарада, трошкови амортизације и трошкови непроизводних услуга су пројектовани на номиналним нивоима оствареним из 2017. години.

Имајући у виду да је максимални период искоришћења пореских губитака према актуелним прописима 5 година, као и да су у целокупном периоду пројекције пројектовані позитивни нето резултати, одливи по основу пореза на добит у резидуалном периоду пројектовани су на основу примене актуелне пореске стопе у Републици Србији (15%).

Табела 10: Обрачун дисконтне стопе

P.бр	Обрачун стопе без ризика				
1	Стопа улагања без ризика				0,5000
2	Обрачун стопе за улагања са ризиком				
2.1	Величина предузећа				
	Број радника	2	Mali rizik	6,25	2,0833
	Вредност пословних средстава	3	Srednji rizik	1,25	
	Оцена конкуренције	3	Srednji rizik	2,5	
2.2	Менаџмент потенцијала, производни портфолио, организациона и кадровска способољеност			3,75	0,7500
	Организациона структура	1	Veoma mali rizik	0	
	Компактност руководећег тима	1	Veoma mali rizik	0	
	Стратешко планирање	2	Mali rizik	1,25	
	Производни програм	3	Srednji rizik	2,5	
	Специјализовано знање једног стручњака	1	Veoma mali rizik	0	
2.3	Финансијски положај			5	1,0000
	Основна средства / Капитал	1	Veoma mali rizik	0	
	Основна средства и Залихе / Дугорочни капитал	1	Veoma mali rizik	0	
	Сопствени капитал / Укупни капитал	1	Veoma mali rizik	0	
	Контрибуциони добитак / Приход	3	Srednji rizik	2,5	
	Финансијски расход / Добит	3	Srednji rizik	2,5	
2.4	Производна и географска диверсификација и потенцијал продаје			10	1,4286
	Допринос појединачних производа приходу	3	Srednji rizik	2,5	
	Постојање дугорочних уговора	1	Veoma mali rizik	0	
	Удео иностраног пласмана у приходу	2	Mali rizik	1,25	
	Приступ тржишту ЕУ	3	Srednji rizik	2,5	
	Концентрација купца	2	Mali rizik	1,25	
	Величина и позиција доминантних купаца	1	Veoma mali rizik	0	
	Значај производа за купце	3	Srednji rizik	2,5	
2.6	Могућност предвиђања			12,5	3,125
	Старост предузећа	4	Značajan rizik	3,75	
	Стабилност пословних резултата	3	Srednji rizik	2,5	
	Дисконтинеритети у пословању	3	Srednji rizik	2,5	
	Промена привредног амбијента гране	4	Značajan rizik	3,75	

3	Стопа ризика улагања у конкретно предузеће			8,3869
4	Стопа ризика улагања у Србију			6,0000
5	Стопа ризика улагања за држављање после сервисирања дугова			14,8869

## Пројектовани биланс успеха

Пројектовани биланс успеха указује на профитабилно пословање Друштва у целом пројектованом периоду, посматрано на нивоу пословног резултата. У поступку пројекције одабран је новчани ток пре сервисирања обавеза, односно у пројектовани биланс успеха нису укључене позиције финансијских расхода. На овај начин је отклоњен утицај промене у структури задуживања на објективност процењене ДНТ вредности Друштва. У наставку је дат пројектовани биланс успеха за петогодишњи период пројекције.

Табела 11: Пројектовани биланс успеха у ЕУР

Назив билансне позиције	I	II	III	IV	V
Постовни приходи из пословне активности	1.178.312	1.201.878	1.225.916	1.250.434	1.275.443
1. Приходи од продаје	1.178.312	1.201.878	1.225.916	1.250.434	1.275.443
2. Остали приходи					
3. Повећање вредности залиха учинака					
4. Смањење вредности залиха учинака					
Пословни расходи/одливи из пословне активности	850.170	857.187	864.345	871.645	879.092
1. Набавна вредност продате робе					
2. Трошкови материјала	313.189	319.453	325.842	332.359	339.006
3. Трошкови зарада, накнада зарада и остали лични расходи	346.296	346.296	346.296	346.296	346.296
4. Трошкови амортизације за непретине, постројена и опрему и резервисања	63.191	63.191	63.191	63.191	63.191
5. Трошкови производних услуга	37.665	38.419	39.187	39.971	40.770
6. Трошкови непроизводних услуга	89.829	89.829	89.829	89.829	89.829
Добитак из редовних пословних активности	328.142	344.691	361.571	378.789	396.351
Губитак из редовних пословних активности	0	0	0	0	0
Финансијски приходи					
Финансијски расходи					
Добитак из активности финансирања	0	0	0	0	0
Губитак из активности финансирања	0	0	0	0	0
Остали приходи					
Остали расходи					
Добитак проистекао из осталих активности	0	0	0	0	0
Губитак проистекао из осталих активности	0	0	0	0	0
УКУПНИ ПРИХОДИ	1.178.312	1.201.878	1.225.916	1.250.434	1.275.443
УКУПНИ РАСХОДИ	850.170	857.187	864.345	871.645	879.092
БРУТО ДОБИТАК	328.142	344.691	361.571	378.789	396.351
БРУТО ГУБИТАК	0	0	0	0	0
Порез на добитак	49.221	51.704	54.236	56.818	59.453
НЕТО ДОБИТАК	278.920	292.987	307.335	321.970	336.898
НЕТО ГУБИТАК	0	0	0	0	0
КУМУЛАТИВНИ НЕТО ДОБИТАК	278.920	571.908	879.243	1.201.213	1.538.111

## Пројекција нето новчаног тока

Као што је претходно наведено, за потребе пројекција одабран је нето новчани ток инвестираног капитала, односно новчани ток који је на располагању власницима и кредиторима Друштва. На основу пројектованог биланса успеха и наведених претпоставки које се односе на обртни капитал и планирани обим инвестирања, пројектован је извештај о новчаним токовима. Пројектовани нето новчани токови Друштва приказани су у табели која следи.

Табела 12: Пројектовани нето новчани ток у ЕУР

НАЗИВ ПОЗИЦИЈЕ	I	II	III	IV	V
<b>ТОКОВИ ГОТОВИНЕ ИЗ ПОСЛОВАЊА</b>					
Нето добитак	278.920	292.987	307.335	321.970	336.898
Непословни и ванредни приходи и расходи неповезани са пословањем					
Приходи од камата на финансијске пласмане					
Амортизација	63.191	63.191	63.191	63.191	63.191
Трошкови резервисања					
Искоришћена дугорочна резервисања (брuto)					
I Прилив готовине из пословања пре промена на позицијама обртног капитала	342.112	356.178	370.527	385.162	400.089
Смањење (повећање) залиха	0	0	0	0	0
Смањење (повећање) потраживања од купца	0	0	0	0	0
Смањење (повећање) сталних средстава намењених продаји	0	0	0	0	0
Смањење (повећање) АВР	0	0	0	0	0
Повећање (смањење) примљених аванса					
Повећање (смањење) обавеза према добављачима	0	0	0	0	0
Повећање (смањење) других пословних обавеза	0	0	0	0	0
Повећање (смањење) обавеза по основу ПДВ-а и осталих јавних прихода и пасивних временских разграничења	0	0	0	0	0
Плаћена учешћа менаџмента и запослених у добитку					
II Прилив (одлив) готовине по основу промена на позицијама обртног капитала	0	0	0	0	0
Прилив (одлив) готовине из пословања (I+II)	342.112	356.178	370.527	385.162	400.089
<b>ТОКОВИ ГОТОВИНЕ ИЗ ИНВЕСТИЦИОНИХ АКТИВНОСТИ</b>					
Набавка непретнине, постројења, опреме и инвестиционих непретнине					
Продаја непретнине, постројења, опреме и инвестиционих непретнине					
Смањење (повећање) дугорочних финансијских пласмана	0	0	0	0	0
Смањење (повећање) краткорочних финансијских пласмана	0	0	0	0	0
Наплаћена камата на финансијске пласмане					
Прилив (одлив) готовине из инвестиционих активности	0	0	0	0	0
<b>ТОКОВИ ГОТОВИНЕ ИЗ АКТИВНОСТИ ФИНАНСИРАЊА</b>					
Уплата акционара за уписане акције					
Повећање (смањење) дугорочних кредита по основу ПР-а и потенцијалних обавеза	0	0	0	0	0
Повећање (смањење) осталих дугорочних обавеза					
Повећање (смањење) краткорочних кредита	0	0	0	0	0
Прилив (одлив) готовине из активности финансирања	0	0	0	0	0
<b>НЕТО ПРИЛИВ (ОДЛИВ) ГОТОВИНЕ</b>	<b>342.112</b>	<b>356.178</b>	<b>370.527</b>	<b>385.162</b>	<b>400.089</b>

### Садашња вредност нето новчаног тока

На основу пројекција за наредни петогодишњи период, описаних у претходном делу налаза, израчунат је нето новчани ток пре сервисирања обавеза. Напомиње се да је приликом пројектовања нето новчаних токова у обзир узето и тренутно стање тржишта на којима послује Друштво. Претпоставка проценитеља је да овај ниво инвестицирања омогућава пословање у складу са going concern принципом до почетка резидуалног периода.

Да би се одредила садашња вредност новчаног тока током периода пројекције, дисконтовани су годишњи новчани токови, применом дисконтних фактора обрачунатих на основу дисконтне стопе од 14,8869%.

Обрачун дисконтног фактора поред дисконтне стопе узима у обзир и проток времена. С обзиром да Друштво равномерно генерише приходе током године, примењена је конвенција дисконтирања средином периода. Конкретно, то значи да је приликом обрачуна дисконтног фактора у првој години пројекције коришћена вредност од 0,5 (половина године), за другу годину пројекције 1,5, итд. Дисконтни експоненти су утврђени уважавајући датум процене вредности акција.

Пројектовани период од пет година је део економског века Друштва, те је стога требало извршити и прорачун вредности новчаног тока у резидуалном периоду. Примењена је стопа раста нето новчаног тока у резидуалу је 2,00%.

### Тржишна вредност капитала Друштва утврђена ДЕГТ методом

Обрачун дисконтираног новчаног тока и процењена вредност капитала Друштва приказани су у наставку.

Табела 13: Обрачун садашње вредности нето новчаног тока у периоду пројекције у ЕУР

Р.бр.	ОПИС/у ЕУР	I	II	III	IV	V
1	НЕТО ТОК ЛИКВИДНОСТИ	342.112	356.178	370.527	385.162	400.089
2	Дисконтни фактор	0,93296	0,81207	0,70684	0,61525	0,53553
3	Садашња вредност нето новчаног тока (1 x 2)	319.178	289.242	261.905	236.972	214.259

Табела 14: Обрачун нето новчаног тока за резидуалну вредност у ЕУР

Р.бр.	Обрачун нето новчаног тока за резидуалну вредност	Вредност у ЕУР
1	Нето новчани ток у последњој години пројекције	400.089
2	Стопа раста нето новчаног тока у резидуалном периоду	2,00%
3	Коефицијент раста нето новчаног тока у резидуалном периоду	1,020
4	Нето новчани ток за резидуалну вредност	408.091
5	Дисконтни фактор за резидуалну вредност	12,89%
6	РЕЗИДУАЛНА ВРЕДНОСТ	3.166.713
7	Садашња вредност резидуала	1.377.163

Табела 15: Обрачун процењене вредности капитала Друштва у ЕУР

Р.бр.	ОПИС	Вредност у ЕУР
1	Садашња вредност нето новчаних токова	1.321.556
2	Садашња вредност резидуала	1.377.163
3	Укупна вредност привредног друштва процењена ДНТ методом (1 + 2)	2.698.719
4	Нето дуг на почетку прве године пројекције обрачунат као разлика између вредности обавеза и салда обртне имовине утврђених на дан 30.09.2018. године	1.931.795
5	Обавеза за дивиденде	
6	Дугорочна резервисања (обавезе према запосленима исказане у складу са МРС 19)	
7	Процењена вредност капитала утврђена применом ДНТ методом у ЕУР (3 - 4 - 5 - 6)	766.924
8	Средњи курс НБС за ЕУР на дан вештачења 30.09.2018. године	118,4179
9	Процењена вредност капитала Друштва утврђена применом ДНТ методом у РСД (7 : 8)	90.817.571

Процењена вредност капитала Друштва утврђена применом ДНТ метода на дан 30.09.2018. године износи 766.924 ЕУР односно 90.817.571 РСД, прерачувано према средњем курсу НБС за ЕУР на дан вештачења 30.09.2018. године.

НАПОМЕНА: Учешће процењене вредности капитала Друштва утврђене ДНТ методом у укупној процењеној вредности 100% удела у капиталу Друштва под претпоставком остварења ситуације неограниченог пословања је на нивоу од 50,00%.

## 7. TRŽIŠNA VREDNOSTI 100% UDELA U KAPITALU DRUŠTVA

Поступајући по наведеном Закључку, вештак је саставио табеларни обрачун у коме је експлицитно наведен начин утврђивања тржишне вредности удела извршног дужника господина Његомир Килибарде, Београд, улица [REDACTED], од 100% у привредном друштву „Друштво за хотелско туристичку и угоститељску делатност ХОТЕЛ ШУМАДИЈА, Београд (Чукарица)“ са седиштем у Београду, Шумадијски трг 8, МБ06978819, ПИБ100114976.

Табела 16: Приказ начина утврђивања тржишне вредности удела извршног дужника господина Његомир Килибарде, Београд, улица [REDACTED] ЈМБГ [REDACTED] од 100% у Друштву

Р.бр	ОПИС	Вредност у ЕУР
1		2
I	ПРОЦЕНА ТРЖИШНЕ ВРЕДНОСТИ 100% УДЕЛА У КАПИТАЛУ ПОД ПРЕТПОСТАВКОМ ОДЛАСКА ДРУШТВА У СТЕЧАЈ ОДНОСНО БАНКРОТ - опција поступања у складу са Законом о стечају која подразумева израду нове процене вредности имовине	3
1	Вредност имовине Друштва у опцији банкрота на дан вештачења у ЕУР која би била утврђена од стране проценитеља а за потребе вођења стечајног поступка	2.864.213,26
2	Проценат за одређивање почетне цене на првој продаји у опцији банкрота дефинисана Законом о стечају	50,00%
3	Најмањи проценат за одређивање почетне цене у опцији банкрота дефинисана Законом о стечају	20,00%
4	Проценат коришћен при одређивању вероватне вредности по којој би се извршило уновчење имовине Друштва у опцији банкрота (ред 2 x 50,00% + ред 3 x 50,00%)	35,00%

5	Вредност имовине Друштва у опцији банкрота у пројектованом периоду уновчења која би се користила за намирење поверилашана у ЕУР (ред 1 x ред 4)	1.002.474,64
6	Не коригована вредност обавеза Друштва у опцији банкрота на дан вештачења у ЕУР утврђена на основу званичних финансијских извештаја	2.032.489,49
7	Пројектовано време трајања стечајног поступка Друштва у опцији банкрота у годинама	1,25
8	Просечна каматна стопа (уговорна и законска затезна) према члану 85 Закона о стечају (Сл.гласник РС бр. 104/2009, 99/2011, и др.закон, 71/2012 - одлука УС 83/2014, 113/2017 и 44/2018) на годишњем нивоу	10,00%
9	Обрачунати износ камате (уговорне и законске затезне камате) у опцији банкрота (ред 6 x ред 8 x ред 7) у ЕУР	254.061,19
10	Вредност обавеза Друштва у пројектованом периоду намирења (ред 6 + ред 9)	2.286.550,68
11	Процењена тржишна вредност 100% удела у капиталу Друштва у ситуацији остварења ризика одласка у стечај односно банкротства (ред 5 - ред 10)	-1.284.076,04
<b>II</b>		
12	Некоригована садашња књиговодствена вредност имовине Друштва у опцији банкрота на дан вештачења у ЕУР призната у званичним финансијским извештајима Друштва	7.247.095,44
13	Проценат за одређивање почетне цене на првој продаји у опцији банкрота дефинисана Законом о стечају	50,00%
14	Најмањи проценат за одређивање почетне цене у опцији банкрота дефинисана Законом о стечају	20,00%
15	Проценат коришћен при одређивању вероватнс вредности по којој би се извршило уновчење имовине Друштва у опцији банкрота (ред 13 x 50,00% + ред 14 x 50,00%)	35,00%
16	Вредност имовине Друштва у опцији банкрота у пројектованом периоду уновчења која би се користила за намирење поверилашана у ЕУР (ред 12 x ред 15)	2.536.483,40
17	Не коригована вредност обавеза Друштва у опцији банкрота на дан вештачења у ЕУР утврђена на основу званичних финансијских извештаја	2.032.489,49
18	Пројектовано време трајања стечајног поступка Друштва у опцији банкрота у годинама	3,00
19	Просечна каматна стопа (уговорна и законска затезна) према члану 85 Закона о стечају (Сл.гласник РС бр. 104/2009, 99/2011, и др.закон, 71/2012 - одлука УС 83/2014, 113/2017 и 44/2018) на годишњем нивоу	10,00%
20	Обрачунати износ камате (уговорне и законске затезне камате) у опцији банкрота (ред 17 x ред 8 x ред 19) у ЕУР	609.746,85
21	Вредност обавеза Друштва у пројектованом периоду намирења (ред 17 + ред 20)	2.642.236,34
22	Процењена тржишна вредност 100% удела у капиталу Друштва у ситуацији остварења ризика одласка у стечај односно банкротства (ред 16 - ред 21)	-105.752,94
23	Процењена тржишна вредност евентуалног вишкапа ликвидационе масе на који би могао да рачуна потенцијални купац 100% капитала Друштва у ситуацији остварења ризика банкрота у ЕУР	0,00
<b>III</b>		
24	Процењена тржишна вредност капитала Друштва методом Нето имовине на дан вештачења у ЕУР	831.723,76
25	Процењена тржишна вредност капитала Друштва ДНТ методом на дан вештачења у ЕУР	766.924,35
26	Учешће процењене тржишне вредности капитала Друштва методом Нето имовине у укупној утврђеној процењеној вредности 100% удела у капиталу Друштва	50,00%

27	Учење процењене тржишне вредности капитала Друштва ДЦТ методом у укупној утврђеној процењеној вредности 100% удела у капиталу Друштва	50,00%
28	Процењена тржишна вредност 100% удела у капиталу Друштва у ЕУР (ред 24 x ред 26 + ред 25 x ред 27)	799.324,06
<b>IV</b>	<b>ТРЖИШНА ВРЕДНОСТ 100% УДЕЛА У КАПИТАЛУ ДРУШТВА</b>	
29	Очекивана вероватноћа остварења ситуације одласка Друштва у стечај односно банкрот	50%
30	Очекивана вероватноћа остварења ситуације да Друштво послује у неограниченој дугом року	50%
31	Тржишна вредност 100% удела у капиталу Друштва у ЕУР (ред 23 x ред 29 + ред 28 x ред 30)	399.662,03

**НАПОМЕНА:** Тржишна вредност 100% удела у капиталу Друштва утврђена је у складу са економском логиком коју би извесно применили или могли применити потенцијални инвеститори узимајући у обзир критеријуме наведене у дефиницији тржишне (фер) вредности као вредности која представља "процењени износ за који би средство или обавеза могли да се размене на дан процене вредности, између заинтересованог купца и заинтересованог продавца, под објективним условима, између независних и неповезаних страна, после одговарајућег маркетинга, при чему су обе стране поседовале доволно сазнанја те деловале разумно и без принуде" (Извор: 1] Интернационал Валуатион Стандардс 2011, Нинх едитион).

### 8. МИШЉЕЊЕ ВЕШТАКА

Тржишна вредност удела извршног дужника господина Његомир Килибарде, Београд, улица [REDACTED] МБГ [REDACTED] д 100% у привредном друштву „Друштво за хотелско туристичку и угоститељску делатност ХОТЕЛ ШУМАДИЈА, Београд (Чукарица)“ са седиштем у Београду, Шумадијски трг 8, МБ06978819, ПИБ100114976 (Друштво), процењена на основу доступне документације из које је сагледан имовински, финансијски, зарађивачки положај и ризици условљени структуром имовине и обавеза Друштва, износи

**399.662,03 ЕУР**

односно

**47.327.138,14 РСД**

прерачунато коришћењем средњег курса НБС за ЕУР на дан вештачења 30.09.2018. године

**НАПОМЕНА:** У случају да пројектовани економски параметри нису оствариви из било ког разлога, или да је могуће остварити боље економске услове у пословању, или да се вештаку економске струке достави додатна релевантна документације која би променила виђење имовинског, финансијског и зарађивачког положаја Друштва у односу на документацију која му је била доступна, или да се вештаку економске струке достави додатна релевантна документација која се односи на испољене ризике по ликвидност и солвентност Друштва у односу на документацију која му је била доступна, неопходно је извршити ревизију ове процене.

У Београду,

13.12.2018. године

Судеки вештак

Бранко  
Бранковић  
мр. Бојан  
740-05-04224/2010-03

# **ПРИЛОЗИ УЗ НАЛАЗ ВЕШТАКА**

- Решење о именовању судског вештака,
- Закључак јавног извршитеља госпође Десанке Ромић, број И.И. 77/18, идент.број 96-01-00077-18-0115 од 14.09.2018.године,
- Преписка са извршним дужником господином Његомиром Килибардом о достави тражене документације,
- Синтетичке рачуноводствене картице свих позиција имовине и обавеза за претходни петогодишњи период и за период од 01.01.2018.године до дана 30.09.2018.године,
- Процена вредности имовине по основу којих је извршено признавање ревалоризационих резерви у ранијем периоду израђена од стране проценитеља СГС (четири стране),
- Јавнобележнички запис састављен од стране јавног бележника Драгане Смиљевић, Београд-Раковица, Мишка Крањца 26,
- Извод из листа непокретности број 763 К.О. Чукарица, Службе за катастар непокретности Чукарица број 952-1-8266/2018 од 26.10.2018.године,
- Консолидовани упит стања издат од стране Министарства финансија Пореска управа на дан 30.09.2018.године,
- Преглед свих издатих меница закључно са 30.09.2018.године,
- Спецификација запослених, њихова квалификациона структура и број година радног стажа,
- Курсна листа НБС за период 2013-2017 и 01.01.2018-30.09.2018,
- Одлука о усвајању расподеле нераспоређене добити и повећање капитала из 2016године од 22.08.2017.године,
- Дописа јавном извршитељу Десанки Ромић од 15.11.2018.године,
- Процена тржишне вредности непокретности Хотел „Шумадија“ у улици Шумадијски трг број 8, као јединствене целине коју чине зграда угоститељства Хотел Шумадија бр.зг.1, са помоћном зградом-роштиљ кућица бр.зг. 2, урађена од стране проценитеља Рајка Антонића, судског вештака за процену тржишне вредности непокретности из Београда, на дан 03.12.2018.године